

УДК 336.76:330.142.28

Сапачук Ю. М.

ЕВОЛЮЦІЙНИЙ РОЗВИТОК ФІНАНСІВ ТА СТАБІЛЬНІСТЬ СУЧАСНОГО ФІНАНСОВОГО РИНКУ

Ретельно проаналізовано структурні зміни фінансово-економічного середовища. Систематизовано інституційну структуру сучасного фінансового ринку. Проаналізовано види фінансових інновацій та їхній вплив на якісний стан та стабільність функціонування фінансової системи. Досліджено основні причини фінансової кризи 2008–2010 рр. Проведено критичний аналіз неоліберальної економічної політики, зазначено її абстрактність та глибокі внутрішні суперечності. Визначено основні форми прояву фінансизації сучасної економіки. На прикладі економіки США показано структурні дисбаланси, які формувались упродовж останніх десятиріч та призвели до системних кризових явищ. Розкрито стадії розвитку капіталістичної системи на основі взаємозв'язку між фінансами та діловим сектором. Доведено, що нестабільність є проявом ендегенних факторів розвитку фінансово-економічної системи. Актуалізовано теоретико-методологічні та практичні підходи щодо формування сучасної фінансової політики.

Ключові слова: фінансовий ринок, фінансова політика, фінансові інновації, фінансова стабільність, посткейнсіанство.

JEL classification: B22, B52, E50, E60, G01, G20, N22, N23

Вступ та постановка проблеми

Сучасна економіка характеризується стрімким ростом фінансових ринків, обсягів трансграничних потоків капіталу та появою нових фінансових інструментів. Фінанси, як головна рушійна сила економічного зростання, перетворились на самостійну галузь економіки, потужний фактор структурних перекосів у сучасній системі господарювання. Основу сучасних фінансів складають кредитні гроші із грошовими агрегатами, що постійно розширюються. В останні десятиріччя трансформувалась валютна система, відбулась відмова від фіксованих валютних курсів, було лібералізовано банківське законодавство, почалась епоха консолідації, інтеграції та глобалізації фінансової сфери. Фінансова криза 2008–2010 рр. не випадково переросла в тривалу економічну рецесію.

В епоху третьої фази глобалізації, яка почалась в 1970-ті рр., фінансовий капітал перетворився на глобальний грошовий капітал, і в цей період на авансцену вийшла неоліберальна модель держави. Внаслідок стрімкої фінансизації загострилось питання нерівномірності розвитку провідних розвинутих країн і тих, що розвиваються, посилилась нерівномірність розподілу доходів усередині розвинутих країн.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Х. Мінські – провідний представник посткейн-

сіанства, головного гетеродоксального напрямку сучасної економічної думки, активно вивчав проблематику стабільності фінансового ринку, негативний вплив на неї ряду фінансових інновацій та інституційної зміни сучасного фінансового ринку. У своїй теоретичній розробці основоположних принципів посткейнсіанського вчення Х. Мінські показав, що головні ідеї Дж. М. Кейнса були викривлені або просто не враховані Дж. Хіксом, П. Самуельсоном та іншими представниками традиційного кейнсіанства. Активно досліджує проблематику фінансової стабільності та формування фінансової політики сучасний лідер посткейнсіанства Ліндон Рей. У цьому науковому контексті серед авторитетних західних вчених також слід назвати Дж. Акерлофа, Р. Шиллера, Т. Пеллі.

Серед українських вчених варто зазначити праці академіка А. Чухна, П. Єщенко, Ю. Уманців, В. Вірченка та інших.

Невирішені частини проблеми. Криза глобалізованого фінансового ринку, наслідки якої відчуються до сьогодні, свідчить про великі структурні диспропорції сучасного інформаційно-економічного середовища. Також слід зазначити хибні методологічні передумови неокласичного напрямку економічної думки.

Кризові явища в економіці виникли не водночас – вони є логічним наслідком домінування

лібералізму в економічній теорії з початку 1980-х рр., що дістало відображення в різкому дерегулюванні фінансової сфери. Саме фінансові інновації стали каталізатором розвитку кризових явищ, що яскраво продемонструвало діалектику розвитку фінансово-економічної площини, подвійну, суперечливу роль інновацій за умов хибних методологічних засад. Сучасний стан економіки слід розглядати в історичному контексті, як логічне продовження попередніх етапів розвитку, що вимагає зміни методології абстрактно-метафізичного ліберального підходу історико-логічним та діалектичним.

Мета та завдання статті. Стрімкі процеси глобалізації та інтерналізації сучасної економіки вимагають серйозного дослідження фінансової сфери. Слід ретельно проаналізувати основні прояви фінансизації і ті структурні дисбаланси, які породжують кризові явища сучасної економіки. Феномен глобалізації потрібно осмислити в контексті історичного, стадійно-поступального розвитку економічної системи, що органічно доповнить структурно-кількісний підхід аналізу.

Якісні зміни, що відбулись у фінансовій сфері упродовж останніх десятиліть, чинять значний вплив на функціонування та розвиток національних економік та формування економічної політики, що вимагає ретельного наукового дослідження. Вивчати причини та механізми розвитку фінансових криз необхідно тому, що в більшості випадків їхні негативні наслідки не обмежуються втратами учасників фінансових ринків – вітчизняних чи іноземних інвесторів у випадку дефолту за боргами, вкладників у разі банківської кризи, емітентів боргу в іноземній валюті за девальвації національної. Значний негативний ефект зазвичай відчуває і виробництво, що погіршує загальну макроекономічну ситуацію.

Необхідно ретельно дослідити суперечливу роль фінансових інновацій, їхній вплив на якісну зміну сучасного фінансового середовища. Відповідно, виникає необхідність нового осмислення цілей і завдань економічної політики, що стоять перед регулюючими органами світового рівня. Розуміння фундаментальних причин порушення фінансової стабільності стане надійною підвалиною формування ефективних механізмів політики фінансової стабільності.

Виклад основного матеріалу дослідження

У рамках неоліберальної політики, в результаті процесу фінансизації фінансові ринки, фінансові інституції та фінансові еліти збільшили

вплив на економічну політику та відповідальність за її кінцеві наслідки. Це, відповідно, зумовило зменшення впливу національних еліт на формування економічної політики, рух капіталів, фінансів, товарів та послуг у світовому масштабі. Фінансизація якісно змінила функціонування економічної системи як на макро-, так і на макрорівні, зокрема, слід зазначити такі її головні прояви:

- посилення домінування фінансового сектора щодо реального;
- перерозподіл доходів економіки з реального сектора у фінансовий;
- посилення диференціації доходів та стагнація росту реальної заробітної плати.

Аналізуючи абстрактний метафізичний підхід ліберального мейнстріму економічної теорії, академік А. Чухно влучно зазначив: «...не можна не бачити слабких місць у методології неокласичної теорії, а ще більше їх у її основній течії та економікс. Вона базується на метафізичній філософії, формальній логіці та математичній формалізації... Тільки діалектична філософія і діалектична логіка є потужним методологічним засобом пізнання складних соціально-економічних процесів сучасного світу» [9, с. 27].

З іншого боку, слід зазначити, що традиційне кейнсіанство, альтернативою якому згодом стала відроджена неокласика, характеризується методологічною еkleктикою. Теоретична концепція Пола Самуельсона увібрала в себе «...теорію факторів, теорію маржиналізму, теорію попиту і пропозиції, елементи кейнсіанства та інституціоналізму, тобто концепції, побудовані на несумісних методологічних засадах» [8, с. 15].

Оскільки економіка еволюціонує ендегенно, неможливо визначити режим економічної політики, що був би адекватним на всі часи. Зокрема, ефективна на певному етапі історичного розвитку економічна політика стає неадекватною саме через появу інновацій у фінансах та бізнес-середовищі та з огляду на прояв принципово нових кризових явищ. У площині економічної думки є різні підходи щодо класифікації стадій економічного розвитку: фокусування на панівних технологіях, технологічних інноваціях або класовій боротьбі. Х. Мінські пропонує окреслити п'ять стадій розвитку світової економіки, де головним критерієм поділу є взаємозв'язок між фінансами та бізнес-сектором (табл. 1).

Отже, протягом останніх десятиріч стрімкий розвиток фінансових ринків супроводжувався появою значної кількості фінансових посередників:

Таблиця 1. Стадії капіталістичного розвитку

	Період, рр.	Головне джерело фінансування	Основний об'єкт фінансування	Суб'єкт контролю економічної влади
Торговий капіталізм	1607–1813	Комерційний та торговий банк	Партнерства та приватні компанії	Торговці та банкіри
Індустріальний капіталізм	1813–1890	Інвестиційний банк	Індустріальні корпорації	Інвестиційні банкіри
Банківський капіталізм	1890–1933	Інвестиційний банк	Об'єднані корпорації	Інвестиційні банкіри
Капіталізм корпоративних менеджерів	1933–1982	Центральний банк	Об'єднані бізнес-конгломерати	Корпоративні менеджери
Капіталізм грошових менеджерів	1982 – теперішній час	Інвестиційні, пенсійні, взаємні та хедж-фонди, страхові компанії	Транснаціональні корпорації	Грошові менеджери

Джерело: [6, р. 28]

інвестиційних фондів, пенсійних фондів, страхових компаній, хедж-фондів, спеціальних юридичних осіб, що здійснюють сек'юритизацію банківських активів [5, р. 8; 6, р. 28]. У 1980-х рр. на фінансовому ринку почався вибуховий процес «злиття та поглинання» і скуповування контрольних пакетів акцій корпорацій шляхом залучення кредитних коштів (*leveraged buyouts*). Це вкрай посилює корпоративні фінансові потоки кредитної природи, що змінило фінансову структуру в напрям до спекулятивного типу [6, р. 4]. Наявні диспропорції яскраво проявляються в економіці США: в передкризовому 2007 р. доля фінансового сектора в загальному обсязі випуску продукції корпорацій складала 16 %, тоді як його доля корпоративних прибутків переважала 40 % [4, р. 813]. Протягом трьох десятиріч напередодні фінансової кризи 2008–2010 рр. відбувалась послідовна системна фінансизація економіки США (табл. 2).

Згідно з науковим доробком відомого представника посткейнсіанства Х. Мінскі, фінансові інновації виникають як результат задоволення фінансовими інституціями інвестиційного попиту на гроші з боку фірм [2]. Серед основних фінансових інновацій слід виділити: депозитні сертифікати та євродоларові займи, сек'юритизацію банківських активів, «позабалансову активність» (*off-balance sheet activity*). Остання фінансова інновація може проявлятися, наприклад, у відкритті для деяких фірм кредитних ліній у вигляді зобов'язання видачі позики визначеного розміру за першою вимогою. Подібна фінансова еволюція зменшує ефективність монетарної політики Центрального банку та ще більшою мірою сприяє ендогенності грошової маси.

Щодо сек'юритизації банківських активів, то остання фінансова криза наглядно продемонструвала, що ця фінансова інновація розмиває

Таблиця 2. Фінансизація економіки США напередодні фінансової кризи 2008–2010 рр.

Рік	Національний дохід	Загальний прибуток	Прибуток фінансового сектора	Прибуток нефінансового сектора	3/4	3/2	3/1	4/1	2/1
	млрд дол.	млрд дол.	млрд дол.	млрд дол.	%	%	%	%	%
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1973	1247,4	100,4	20,5	79,9	25,7	20,4	1,6	6,4	8,0
1979	2249,1	197,1	40,3	156,8	25,7	20,4	1,8	7,0	8,8
1989	4826,6	300,2	77,9	222,3	35,0	25,9	1,6	4,6	6,2
2000	8795,2	613,6	203,8	409,8	49,7	33,2	2,3	4,7	7,0
2005	10 811,8	1289,1	389,0	900,1	43,2	30,2	3,6	8,3	11,9

Джерело: [3; р. 14]

одну з головних основ банківської справи – відбирати достатньо надійних позичальників, що пом'якшує негативні наслідки асиметрії інформації. Адже сек'юритизація являє собою емісію цінних паперів під заставу вже виданих кредитів, що, тим самим, дає змогу банкам перекладати ризики на держателів цих цінних паперів та надавати нові кредити з рахунок виручки від їх продажу.

Отже, фінансова криза 2008–2010 виявилась всеохопною, оскільки було підірвано довіру до кредиту. Дефіцит кредиту виник та набув загрозливих форм у змінній системі фінансування внаслідок запровадження фінансових інновацій. Особливо небезпечною фінансовою інновацією стала практика державного фінансування банківських депозитів за умови, що процентні ставки за ними встановлює не держава, не Центральний банк, а комерційні банки на їхній розсуд [7, с. 117]. Особливо сприятливий ґрунт для фінансових бульбашок створюється, коли підвищення ціни якогось порівняно високоліквідного активу або групи активів стає безперервним процесом. Адже початкове підвищення ціни породжує, з одного боку, очікування його подальшого підвищення, а з іншого – залучає все більший обсяг грошових коштів через заінтересовані банки, які мають можливість залучати додаткові грошові кошти задля спекулятивних операцій з огляду на відносно високу величину відсотка за вкладками.

Зазначені фінансові інновації значною мірою були посилені поєднанням ряду факторів: бурхливий розвиток «нової економіки» на межі сторіч, пов'язаної із телекомунікаціями та Інтернетом; поширення похідних фінансових інструментів та кредитно-дефолтних свопів, а також стрімкі процеси глобалізації та лібералізації руху капіталу [4, р. 810].

Висновки та пропозиції щодо подальших досліджень

Фінансова криза 2008–2010 рр. виявилась закономірним наслідком системних диспропорцій фінансового сектора економіки протягом останніх десятиріч унаслідок запровадження низки фінансових інновацій та внутрішньої діалектики розвитку фінансово-економічної сфери. Подолання негативних наслідків кризових явищ неможливе без введення обмежень на сек'юритизацію та розвиток похідних фінансових інструментів, а також на короткострокове кредитування інвестиційних проектів. Зрозумілим є більш жорсткий підхід щодо вимог ліквідності балансів фінансових установ. Однак надмірне обмеження економічної свободи ринкових агентів може негативно вплинути на кон'юнктуру ділової активності.

Так, міжнародна реформа банківського регулювання, відома як Базель-III (2011 р.), покликана забезпечити посткризовий розвиток світової економіки, знизити ризики в фінансовому секторі, запобігти кризовим проявам економічного середовища, а також відновити ринковий оптимізм [1]. Проте зворотною стороною наслідків цієї реформи може стати втрата великими банками ролі локомотива посткризового відновлення.

Внутрішня нерівновага та нестійкість органічно притаманні сучасній ринковій економіці. Стрімкий розвиток сфери фінансово-економічних відносин, поява нових учасників ринку, фінансових інструментів та технологій вимагає в цьому напрямі спрямування подальших наукових зусиль представників економічної науки. Інструменти та заходи фінансової антикризової політики потрібно формувати, критично осмислюючи попередні історичні етапи розвитку економіки, уникаючи хибних, занадто абстрактних методологічних засад та метафізичних підходів, в органічній єдності історичного та логічного, враховуючи діалектику розвитку фінансів та економічних інститутів.

Список літератури

1. Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools [Electronic resource]. – Bank for International Settlements, January 2013. – Mode of access: <http://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf> (Accessed 30 March 2013). – Title from the screen.
2. Minsky H. Central Banking and Money Market Changes / H. Minsky // *Quarterly Journal of Economics*. – 1957. – Vol. 71 (2), May.
3. Palley T. Financialization: What It Is and Why It Matters / T. Palley // *Levy Economics Institute*. – 2007 December, Working Paper № 525.
4. Wray L. The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach / L. Wray // *Cambridge Journal of Economics*. – 2009. – Vol. 3, Issue 4. – P. 807–828.
5. Wray L. Financial Keynesianism and Market Instability / L. Wray // *Levy Economics Institute*. – 2011, March, Working Paper № 653.
6. Wray L. Minsky on Banking: Early Work on Endogenous Money and the Prudent Banker / L. Wray // *Levy Economics Institute*. – 2015, January, Working Paper № 827.
7. Акерлоф Дж. *Spiritus Animalis, или Как человеческая психология управляет экономикой и почему это важно для мирового капитализма* / Дж. Акерлоф, Р. Шиллер. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2010. – 273 с.
8. Єщенко П. Bubbleeconomics як економіка фінансових спекуляцій і відтворення ірраціонального виробництва / П. Єщенко // *Теоретичні та прикладні питання економіки*. – 2010. – Вип. 21. – С. 12–18.
9. Чухно А. Сучасні економічні теорії / А. Чухно, П. Юхименко, П. Леоненко. – К.: Знання, 2007. – 878 с.

References

1. Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools. (2013, January). *Bank for International Settlements*. Retrieved from <http://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf>.
2. Minsky, H. (1957). Central Banking and Money Market Changes. *Quarterly Journal of Economics*, 71 (2), 171–187.
3. Palley, T. (2007). Financialization: What It Is and Why It Matters. Working Paper № 525. N.Y.: Levy Economics Institute.
4. Wray, L. (2009). The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach. *Cambridge Journal of Economics*, 3 (4), 807–828.
5. Wray, L. (2011). Financial Keynesianism and Market Instability. Working Paper № 653. N.Y.: Levy Economics Institute.
6. Wray, L. (2015). Minsky on Banking: Early Work on Endogenous Money and the Prudent Banker. Working Paper № 827. N.Y.: Levy Economics Institute.
7. Akerlof, G., & Shiller, R. (2010). *Spiritus Animalis, ili Kak chelovecheskaja psihologija upravljaet jekonomikoj i pochemu jeto vazhno dlja mirovogo kapitalizma* [Spiritus Animalis, or how human psychology drives the economy and why it matters for world capitalism]. Moscow: Al'pina Biznes Buks.
8. Eshhenko, P. (2010). Bubbleeconomics jak ekonomika finansovih spekuljacij i vidtvorennya irracional'nogo virobnictva [Bubbleeconomics as economy of financial speculation and reproduction of irrational production]. *Teoretichni ta prikladni pitannja ekonomiki*, 21, 12–18.
9. Chuhno, F., Juhimenko, P., & Leonenko, P. (2007). *Suchasni ekonomichni teoriji* [Modern economic theory]. Kyiv: Znannja.

Y. Sapachuc

EVOLUTIONARY DEVELOPMENT OF THE FINANCE AND STABILITY OF THE MODERN FINANCIAL MARKET

The paper analyzes structural alterations in the financial and economic environment and systematizes the institutional environment of a modern financial market. The analysis focuses on the types of financial innovations and their impact on the qualitative state and stability of the financial system. The paper and investigates the principal causes of a financial crisis 2008–2010. The author critically analyzes the neoliberal economic policy, specifies its abstractness and deep internal contradictions. The paper indicates the main forms of expression of financialisation of the modern economy. On the example of the US economy, it is shown that the structural imbalances formed over the past decades and led to the system crisis phenomena. On the basis of interrelation between the finance and business sector, we reveal the stages of development of the capitalist system. It is proved that the instability is the manifestation of endogenous factors in the development of financial and economic system. The theoretical-methodological and practical approaches to the formation of a modern financial policy are actualized.

Keywords: Financial market, Financial policy, Financial innovations, Financial stability, post-Keynesian economics.

Матеріал надійшов 31.03.2016